

0-497180

*На правах рукописи*



**Карев Иван Владимирович**

**ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ  
С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСТРУМЕНТОВ  
ФОНДОВОГО РЫНКА**

08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Воронеж – 2012

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Воронежский государственный университет».

Научный руководитель – доктор экономических наук, доцент  
**Сысоева Елена Федоровна.**

Официальные оппоненты: **Едророва Валентина Николаевна** – доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВПО «Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского» – Национальный исследовательский Университет, профессор кафедры компьютерные информационные системы финансовых расчетов;

**Шор Дмитрий Михайлович** – кандидат экономических наук, ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», доцент кафедры корпоративных финансов и банковской деятельности.

Ведущая организация – ФГБОУ ВПО «Саратовский государственный социально-экономический университет».

Защита состоится «31» мая 2012 г. в 16-30 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, просп. Университетский, 100, аудитория 4-01 «А».

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ

Автореферат разослан «28» апреля 2012 г.



0000795763

Ученый секретарь  
диссертационного совета

И.Д. Аникина

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В настоящее время в российской экономике на первый план выдвигается проблема повышения темпов экономического роста. Вместе с тем существует ряд особенностей отечественной экономики, препятствующих реализации стратегии роста.

Во-первых, из-за высокой степени износа (более 50 %) и низких темпов обновления основного капитала (менее 4 % в год) потребуется не менее 25 лет только на восстановление действующих основных фондов российских организаций без учета их расширенного воспроизводства, исходя из фактических ежегодных объемов осуществляемых инвестиций.

Во-вторых, для российского финансового рынка характерна высокая стоимость финансовых ресурсов, которая обусловлена их устойчивым дефицитом. Причины подобного дефицита, с одной стороны, связаны с оттоком капитала из экономики России, а с другой, наличием «омертвленных» ресурсов, не поступающих на финансовый рынок.

В-третьих, ввиду недостаточности объема отечественных источников финансирования, доля иностранных инвестиций в экономику России составляет более трети от общего объема осуществляемых инвестиций. При этом на долю портфельных инвестиций приходится всего лишь около 1 % от общего объема иностранных инвестиций. Вместе с тем объем портфельных инвестиций в практике развитых стран, таких как США, превышает объем прямых инвестиций. Данное обстоятельство свидетельствует о том, что ценные бумаги российских организаций все еще не являются привлекательными объектами для вложения капитала международных портфельных инвесторов, что, в свою очередь, существенно ограничивает потенциал привлечения иностранных финансовых ресурсов для целей осуществления инвестиций.

Обозначенные особенности российской экономики свидетельствуют о том, что, с одной стороны, она нуждается в значительных инвестиционных ресурсах, а с другой стороны, сложилась такая ситуация, когда высокая стои-

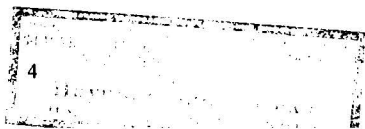
мость финансовых ресурсов и их недостаточный объем не позволяют в полной мере обеспечить уровень инвестиций, требуемый для ускорения темпов экономического роста. Представляется необходимым для решения проблем дополнительной мобилизации инвестиционных ресурсов и снижения их стоимости использовать потенциал фондового рынка, основанный на эффективном применении и совершенствовании его инструментов.

Актуальность изложенных выше проблем потребовала развития теоретических положений и разработки практических рекомендаций по финансированию инвестиций с использованием инструментов фондового рынка и определила выбор темы диссертационной работы, ее цель, задачи и структуру.

**Степень научной разработанности проблемы исследования.** Теоретической основой исследования в области изучения связи инвестиций и экономического роста послужили работы Е. Домара, Н. Калдора, Н.Д. Кондратьева, В.В. Леонтьева, Дж. Робинсон, Р. Солоу, Я. Тинбергена, Дж. Тобина, Э. Хансена, Р.Ф. Харрода, Дж. Хикса, Й.А. Шумпетера и др.

Среди работ, посвященных исследованию рынка ценных бумаг, как источника инвестиционных ресурсов, и его роли в рыночной экономике, следует выделить работы М.А. Алексеева, Б.А. Алехина, Н.Н. Берзона, В.А. Галанова, В.Н. Едроновой, А.А. Килячкова, Б.А. Колтынюка, Я.М. Миркина, Б.Б. Рубцова, Е.Г. Рудневой, Е.В. Семенковой, Ю.С. Сизова, В.С. Торкановского, А.А. Фельдмана, Д.М. Шора и др.

Проблемы инвестиционной деятельности и ее финансирования в рыночных условиях хозяйствования получили отражение в работах таких российских авторов, как Л.И. Абалкин, И.Т. Балабанов, В.С. Бард, И. Бланк, В.В. Бочаров, П.И. Вахрин, А.В. Гукова, Д.А. Ендовицкий, Л.Л. Игонина, А.Б. Идрисов, В.В. Ковалев, В.В. Коссов, И.В. Липсиц, И.Я. Лукасевич, Д.С. Львов, Я.С. Мелкумов, Е.С. Стоянова, Е.Ф. Сысоева, В.В. Шеремет и др. Названные авторы обобщают опыт инвестиционной деятельности, исследуют сущность, структуру, эффективность, инструменты инвестиций и финанси-





вания инвестиционной деятельности в условиях формирования и развития российского финансового рынка.

В работах таких зарубежных авторов, как В. Беренс, Г. Бирман, Р. Брейли, М. Бромвич, Ю. Бригхэм, Дж. Ван Хорн, Л. Гитман, Дж. Розенберг, Р. Холт, А. Шапиро, У. Шарпа, Д. Фабозци и др., обобщен длительный опыт инвестиционной деятельности в странах с развитыми финансовыми рынками, обеспечивающими инвестиционный процесс разнообразными источниками и инструментами финансирования.

Несмотря на интерес исследователей к обозначенной предметной области, теоретические основы и методическое обеспечение финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка остаются недостаточно разработанными.

Цель диссертационного исследования состоит в развитии теоретических положений процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, разработке научно-практических мер и методических рекомендаций по его совершенствованию.

Указанная цель предопределила необходимость решения следующих задач:

- развить теоретические положения процесса финансирования инвестиций посредством уточнения его экономической сущности;
- раскрыть содержание инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, используемых для финансирования инвестиций;
- усовершенствовать методику оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка;
- разработать методику оценки эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка;
- уточнить зависимость объемов финансирования инвестиций от изменения уровня процентных ставок и капитализации фондового рынка и обосновать систему научно-практических мер и методических рекомендаций по совершенствованию процесса финансирования инвестиций с использованием инстру-

ментов фондового рынка.

**Область исследования.** Область исследования соответствует Паспорту специальности 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», п. 3.25 «Финансы инвестиционных и инновационных процессов, финансовый инструментарий инвестирования», п. 5.2 «Теоретическое и методологическое обоснование подходов к оценке имущества, капитала и привлеченных источников».

**Объект исследования** – процесс финансирования инвестиций и инструменты фондового рынка.

**Предмет исследования** – совокупность финансовых отношений, опосредующих процессы использования инструментов фондового рынка для финансирования инвестиций.

**Теоретической и методологической базой исследования** выступают положения, содержащиеся в фундаментальных работах отечественных и зарубежных ученых по проблемам, связанным с осуществлением инвестиций, процессом их финансирования, развитием фондового рынка, совершенствованием его инструментов.

В процессе исследования были использованы общенаучные методы познания, в первую очередь, диалектический и историко-логический, а также методы системного, структурно-функционального, экономико-статистического анализа, группировок, аналогий, нечеткой логики, регрессионного моделирования, экспертных оценок.

**Информационно-эмпирическую базу исследования** составили федеральные законы и нормативные документы, данные Федеральной службы государственной статистики, Федеральной службы по финансовым рынкам, Центрального банка Российской Федерации (Банка России), Министерства экономического развития Российской Федерации; информационные материалы Центра экономической конъюнктуры, Бюро экономического анализа и ряда других информационно-аналитических агентств; текущая оперативная информация

Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Российской торговой системы (РТС), профессиональных объединений участников рынка ценных бумаг, ресурсы официальных сайтов сети Интернет.

**Рабочая гипотеза исследования** состоит в обосновании научного предположения о том, что перспективным вариантом разрешения противоречия между потребностью российской экономики в ускоренном росте объема финансирования инвестиций и ограниченностью источников их финансирования является привлечение финансовых ресурсов с фондового рынка, основанное на совершенствовании технологии и алгоритмов применения его инструментов.

#### **Основные положения, выносимые на защиту:**

1. Сущность финансирования инвестиций выражается в совокупности финансовых отношений в процессе привлечения и использования финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении населения, хозяйствующих субъектов и государства после осуществления ими расходов на текущее потребление, по поводу рационального, основанного на риске движения финансовых ресурсов с целью получения дохода в будущем и формирования положительных ожиданий доходности проектов у инвесторов. Отличительной чертой данной трактовки является идентификация финансирования инвестиций как процесса не только формирования, но и расходования денежных средств, необходимых для расширенного воспроизводства, представляющего собой диалектическое единство источника и объекта вложения финансовых ресурсов.

2. Инвестиционная привлекательность инструментов фондового рынка представляет собой обобщенную характеристику количественных и качественных параметров, определяемых, с одной стороны, присущими им инвестиционными свойствами, с другой, предпочтениями различных групп инвесторов (стратегических, портфельных, индивидуальных). Наряду с общепринятыми инвестиционными свойствами инструментов фондового рынка (доходность, риск, ликвидность) целесообразно выделять периодичность и продолжительность получения дохода, возможность досрочного возврата вложенных средств.

3. Методика оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, основанная на методе нечеткой логики и учитывающая систему предпочтений инвесторов, предполагает использование групп показателей, отражающих: 1) экономическую эффективность производственно-хозяйственной деятельности компании-эмитента; 2) ситуацию на рынке, где компания реализует свою продукцию; 3) надежность компании и ликвидность ее ценных бумаг.

В соответствии с системой предпочтений инвесторов к первой группе показателей относятся: EBITDA/мощность, средняя расчетная ставка процента по заемному капиталу, наличие инвестиционных программ, направленных на увеличение мощности или повышение эффективности деятельности, EBITDA на одну акцию/цена акции; ко второй группе – наличие заменителей продукции (услуг) организации, доля ее рынка, длительность присутствия на рынке, наличие барьеров входа/выхода на рынок; к третьей группе – текущая ликвидность, соотношение собственных и заемных средств, ликвидность ценных бумаг, наличие положительной кредитной истории, стабильность корпоративного управления.

4. Эффективность финансирования инвестиций представляет собой способность хозяйствующего субъекта привлекать финансовые ресурсы с наименьшими затратами. Методика ее оценки предполагает последовательное использование показателей: интегрального риска финансирования инвестиций; модифицированного показателя средневзвешенной стоимости капитала организации, осуществляющей инвестиции; итогового показателя оценки эффективности финансирования инвестиций, позволяющего идентифицировать различные источники финансирования на основе их стоимости и доступности для инициатора проекта (инвестиций).

5. Регрессионный анализ зависимостей объемов финансирования инвестиций от капитализации фондового рынка и от уровня процентных ставок на финансовом рынке показал более существенное влияние на рост объемов финансирования инвестиций первого показателя.

Следовательно, среди мер государственной поддержки, направленных на стимулирование инвестиций, приоритет должен отдаваться комплексу мер по наращиванию капитализации фондового рынка: субсидированию процентных ставок по банковским кредитам и/или процентов по облигационным займам; установлению льготных ставок налогообложения доходов по корпоративным ценным бумагам; направлению на фондовый рынок средств государственных и негосударственных внебюджетных фондов; прямому выкупу государством корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке; предоставлению государственных гарантий исполнения обязательств по корпоративным ценным бумагам; предоставлению обеспечения по долговым ценным бумагам в виде залога объектов государственной собственности.

**Научная новизна** состоит в развитии концептуального и методического обеспечения финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, ключевыми компонентами которого являются разработанные теоретические положения и методики оценки инвестиционной привлекательности этих инструментов и эффективности финансирования инвестиций при их использовании.

Наиболее важные результаты, характеризующие новизну исследования, состоят в следующем:

- уточнена трактовка экономической сущности финансирования инвестиций, заключающаяся в расширении стадий данного процесса посредством учета стадии расходования денежных средств, ее влияния на ожидания инвесторов и будущее привлечение источников финансирования, отличающих ее от существующих трактовок комплексной характеристикой источника и объекта вложения финансовых ресурсов (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК);

- дополнен перечень количественных и качественных параметров инвестиционной привлекательности инструмента фондового рынка путем учета периодичности и продолжительности получения дохода, возможности досрочного возврата вложенных средств, что позволяет дифференцировать предпочтения

стратегических, портфельных, индивидуальных инвесторов в оценке ими инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК);

– предложены методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, основанные на ранжировании и рейтинговой оценке следующих групп показателей: экономической эффективности производственно-хозяйственной деятельности компании-эмитента; состояния рынка, на котором она работает; надежности компании и ликвидности ее ценных бумаг, что позволит определить систему предпочтений различных групп инвесторов (стратегических, портфельных, индивидуальных) и элиминировать субъективный характер оценки ими инвестиционных свойств инструментов фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 5.2 Паспорта специальностей ВАК);

– разработана методика оценки эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, заключающаяся в расчете итогового показателя эффективности как произведения стоимости финансирования и доли средств, вкладываемых инициатором проекта (инвестиций), учитывающего интегральный риск финансирования инвестиций и модифицированный показатель средневзвешенной стоимости капитала организации, осуществляющей инвестиции, что позволит идентифицировать риски, связанные с использованием определенных источников финансирования и предпочтений инициатора проекта (инвестиций) (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.20 Паспорта специальностей ВАК);

– выявлены зависимости, позволяющие определить вариабельность объема финансирования инвестиций от изменения уровня процентных ставок и капитализации фондового рынка, которые доказывают, что влияние величины капитализации фондового рынка на рост инвестиций более существенно, нежели влияние изменения уровня процентных ставок, и, следовательно, обосновывают приоритетность комплекса мер государственной поддержки по увеличению ка-

питализации фондового рынка (08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.25 Паспорта специальностей ВАК).

**Теоретическая значимость** исследования состоит в развитии теоретических положений и обосновании научно-практических мер, направленных на совершенствование процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что методические положения, выводы и практические рекомендации, содержащиеся в работе, ориентированы на широкий круг коммерческих организаций, планирующих размещение своих ценных бумаг с целью привлечения дополнительных источников финансирования инвестиций. Кроме того, реализация отдельных предложений может способствовать выработке эффективной экономической политики государства, направленной на активизацию роли фондового рынка в процессе мобилизации инвестиционных ресурсов для обеспечения экономического роста.

Отдельные положения работы, раскрывающие содержание социально-экономических процессов инвестирования и финансирования, источников, методов, форм, инструментов финансирования, применимы в преподавании и изучении курсов «Инвестиции», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг», а также в процессе подготовки, переподготовки и повышения квалификации финансовых менеджеров.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения диссертационного исследования были доложены и обсуждались на научно-практических конференциях различного уровня: Региональной научно-практической конференции «Финансово-кредитные отношения и механизм их реализации» (Воронеж, 2005 г.), Всероссийской студенческой научной конференции «Актуальные проблемы экономики России: поиск путей решения» (Воронеж, 2006 г.), Всероссийской научно-практической конференции «Совершенствование финансово-кредитных отношений в трансформационной экономике России» (Воронеж, 2007 г.), Международной научно-практической конферен-

ции «Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России» (Воронеж, 2008, 2010, 2011 г.г.), VIII Всероссийской научно-практической конференции «Электронный бизнес: проблемы, развитие и перспективы» (Воронеж, 2009 г.), Международной научно-практической конференции «Инновационная экономика: опыт развитых стран и уроки для России» (Санкт-Петербург, 2010 г.), Международной научной конференции «Экономические институты современной России» (Кострома, 2011 г.).

Результаты исследования, связанные с разработкой методики оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка и методики оценки эффективности финансирования инвестиций, используются в деятельности Управления кредитования и проектного финансирования Центрально-Черноземного банка ОАО «Сбербанк России».

Обоснованные автором положения, раскрывающие сущность и особенности финансирования инвестиций в современной российской экономике, содержание инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка используются в учебном процессе ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный университет» при изучении курсов «Инвестиции», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг».

**Публикации.** Основные результаты исследования опубликованы в 16 научных работах, в том числе 3 – в изданиях, включенных ВАК Минобрнауки России в Перечень ведущих рецензируемых журналов и изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени доктора и кандидата наук, общим объемом 6,4 п.л. (авторских – 5,22 п.л.).

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 175 наименований, и 6 приложений. Работа изложена на 151 странице машинописного текста, содержит 41 таблицу, 5 рисунков.

Во **введении** обоснована актуальность темы исследования, степень разработанности проблемы, сформулированы цель и задачи, определены предмет и



объект исследования, теоретическая и методологическая база, раскрыта научная новизна и практическая значимость полученных результатов, приведены сведения об апробации работы.

В первой главе – **«Теоретические аспекты финансирования инвестиций»** раскрыта сущность финансирования инвестиций как диалектического единства процессов финансирования и инвестирования; выявлены методы и источники финансирования инвестиций; идентифицированы соответствующие данным методам и реалиям фондового рынка формы и инструменты финансирования инвестиций; дана содержательная характеристика инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, используемых для целей финансирования инвестиций.

Во второй главе – **«Методическое обеспечение оценки инструментов фондового рынка для целей финансирования инвестиций»** дана сравнительная характеристика теоретических подходов к оценке инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка; усовершенствована методика оценки их инвестиционной привлекательности с использованием аппарата нечеткой логики; проведена практическая апробация данной методики, по результатам которой выявлены ее преимущества; на основе обобщения современных методических разработок предложена авторская методика оценки эффективности финансирования инвестиций на основе итогового показателя, рассчитанного с использованием интегрального показателя рисков финансирования и модифицированного показателя средневзвешенной стоимости капитала, вложенного инициатором проекта.

В третьей главе – **«Современное состояние и перспективы использования инструментов фондового рынка для финансирования инвестиций в российской экономике»** определено текущее состояние финансирования инвестиций в экономике России; выявлены факторы, сдерживающие рост объемов финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка; обоснованы зависимости этих объемов от изменения уровня процентных ставок и капитализации фондового рынка и на этой основе разработана система

научно-практических мер и методических рекомендаций по совершенствованию процесса финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка; предложены дополнительные критерии оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, позволяющие учитывать государственную поддержку эмитента.

В заключении обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы авторские выводы и предложения научно-теоретического и практического характера.

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

**Экономическая сущность финансирования инвестиций.** В работе обосновывается вывод о том, что имеющийся теоретический задел не позволяет адекватно определить сущность процесса финансирования инвестиций. В этой связи для решения данной задачи необходимо учитывать следующие теоретические положения.

По своей экономической природе капитал организаций является частью финансовых ресурсов, предназначенных для инвестирования. Все основные формы движения капитала во всех секторах экономики страны связаны с его инвестированием и реинвестированием. Это еще раз подтверждает необходимость объединения в рамках процесса финансирования таких диалектически взаимосвязанных процессов, как привлечение и использование финансовых ресурсов.

С одной стороны, инвестициям предшествует мобилизация финансовых ресурсов из определенных источников, а с другой, в процессе кругооборота финансовых ресурсов инвестиции за счет создаваемого ими результата предопределяют объем и структуру источников финансирования. Конечные владельцы свободных финансовых ресурсов – население, хозяйствующие субъекты и государство, направляя свои сбережения на осуществление инвестиций, прежде всего, ожидают их окупаемости и получения дохода. При этом инвесторы все-

гда проводят отбор наиболее эффективных объектов вложений, обуславливающих их рациональное поведение, а также оценивают возможные риски инвестирования, что является причиной требования инвесторов определенного уровня доходности инвестиций, соответствующего идентифицированным рискам. Получаемый от осуществленных инвестиций результат за вычетом затрат, необходимых для текущего потребления, преобразуется в потенциальные источники финансирования новых инвестиций (рис. 1).



Рис. 1. Аккумуляция и перераспределение инвестиционных ресурсов в экономике

Таким образом, финансирование инвестиций выступает как диалектическое единство источника и объекта вложения финансовых ресурсов хозяйствующих субъектов.

С учетом вышеизложенного в диссертации обосновывается положение о том, что экономическая сущность финансирования инвестиций представляет собой совокупность финансовых отношений по поводу привлечения и использования финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении населения, хозяйствующих субъектов и государства после осуществления расходов на текущее потребление, для их рационального, основанного на риске движения с целью получения дохода в будущем.

**Количественные и качественные параметры инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка.** Суть авторской позиции, раскрывающей сущность инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, представлена в следующих теоретических положениях.

Перспективными для российских организаций источниками финансирования инвестиций являются те, которые предоставляют возможность использования инструментов фондового рынка, обеспечивающих мобилизацию финансовых ресурсов с минимальными финансовыми затратами и на больший срок. Ввиду того, что не все ценные бумаги могут быть использованы для привлечения финансовых ресурсов, под инструментами фондового рынка в диссертации понимаются только те из них, которые обеспечивают входящие денежные потоки хозяйствующих субъектов, пригодные для цели финансирования инвестиций (акции и облигации).

Для того чтобы инструменты фондового рынка были востребованы инвесторами, они должны обладать инвестиционной привлекательностью. В работе обосновывается положение о том, что под инвестиционной привлекательностью инструмента фондового рынка целесообразно понимать обобщенную характеристику его количественных и качественных параметров, определяемых его инвестиционными свойствами и предпочтениями различных групп инвесторов.

В качестве инвестиционных свойств инструментов фондового рынка, составляющих их инвестиционную привлекательность, кроме общепринятых (доходность, риск, ликвидность), в исследовании выделены: периодичность и продолжительность получения дохода, возможность досрочного возврата вложенных средств.

В работе акцентировано внимание на субъективности обобщенной характеристики количественных и, в особенности, качественных параметров инвестиционных свойств инструментов фондового рынка. Это объясняется непрозрачностью и асимметричностью информации, характерной для развивающихся рынков, что объясняет, с одной стороны, непредсказуемость выбора инвесторов в условиях стабильного развития фондового рынка, а с другой стороны, их «стадное поведение» в условиях кризиса. Все это затрудняет возможность идентификации одинакового для всех типов инвесторов набора инвестицион-

ных свойств при определении инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка.

Инвестиционная привлекательность одного и того же объекта инвестирования будет варьироваться у разных групп инвесторов (например, стратегических, портфельных, индивидуальных и др.). Наличие у каждой из групп инвесторов собственной системы предпочтений, как правило не зависящей от объекта оценки (конкретного инструмента), позволяет при определении рейтингов инвестиционной привлекательности ценных бумаг использовать только количественные характеристики. Учет качественной составляющей оправдан применительно к конкретной группе инвесторов и в определенных условиях.

**Методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка.** Систематизация и анализ существующих методик оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка позволили обосновать авторский подход к ее измерению. Его формируют следующие положения.

В работе проведен сравнительный анализ существующих концепций оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка: рыночной, нерыночной, смешанной. В качестве критерия для разграничения данных концепций выступает источник информации, используемый для оценки.

По причине недостаточного развития российского фондового рынка, с одной стороны, и непрозрачности финансовой отчетности компаний-эмитентов, с другой, наиболее перспективной представляется смешанная концепция. На ее основе в диссертации усовершенствована методика оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, основанная на методе нечеткой логики и позволяющая одновременно использовать как рыночные, так и нерыночные источники информации. Основным отличием предлагаемой методики от существующих является применение совокупности групп показателей, определяющих экономическую эффективность производственно-хозяйственной

деятельности компании-эмитента, состояние рынка, на котором она работает, ее надежности и ликвидности ее ценных бумаг.

Учитывая вышеизложенное, в работе обосновывается следующая система предпочтений инвесторов: 1) экономическая эффективность работы эмитента; 2) рыночные характеристики отрасли; 3) надежность эмитента и ликвидность его ценных бумаг. Для идентификации данных предпочтений в работе на основе использования метода нечеткой логики определены следующие показатели (табл. 1).

Таблица 1

**Система показателей методики оценки инвестиционной  
привлекательности инструментов фондового рынка на основе  
метода нечеткой логики**

Наименование блока оценки	Значение весового показателя (ai)	Код факторов	Наименование показателя	Значение весового показателя (pi)
Экономическая эффективность производственно-хозяйственной деятельности эмитента	0,5	A1	EBITDA/мощность	0,3
		A2	Средняя расчетная ставка процента по заемному капиталу	0,2
		A3	Наличие инвестиционных программ, направленных на увеличение мощности или повышение эффективности деятельности	0,2
		A4	EBITDA на 1 акцию/цена акции	0,3
Рыночные характеристики отрасли	0,3	B1	Наличие заменителей продукции (услуг)	0,3
		B2	Доля рынка компании	0,3
		B3	Длительность присутствия на рынке	0,2
		B4	Наличие барьеров входа/выхода на рынок	0,2
Надежность эмитента и ликвидность его ценных бумаг	0,2	C1	Текущая ликвидность	0,2
		C2	Соотношение собственных и заемных средств	0,2
		C3	Ликвидность ценных бумаг	0,2
		C4	Кредитная история	0,1
		C5	Стабильность корпоративного управления	0,3

Определение критериев оценки качества корпоративного управления в компаниях-эмитентах в работе предлагается осуществлять экспертным путем.

Для определения значений факторов  $A_1, A_2, A_3, A_4, C_1, C_2, C_3$  предполагается использовать аппарат нечеткой логики, который позволяет нивелировать субъективную компоненту их оценки различными группами инвесторов.

На основе предлагаемого подхода к оценке значений факторов, определяется комплексный показатель  $A_N$  для каждой ценной бумаги методом двойной свертки (формула 1):

$$A_N = \sum_{j=1}^M \alpha_j \sum_{i=1}^N p_{ji} \lambda_{ij}, \quad (1)$$

где  $i$  – порядковый номер каждого показателя;  $\lambda$  – значение рангов ценной бумаги;  $p$  – значение веса показателя оценки;  $\alpha$  – значение веса группы показателей оценки.

Формула (1) берется за основу при проведении оценки инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка. Результаты расчетов сводятся в итоговую таблицу, на основании которой каждому инструменту присваивается определенное инвестиционное качество.

В ходе апробации данной методики на примере акций российских кредитных организаций были получены следующие результаты (табл. 2).

Таблица 2

**Итоговые показатели оценки инвестиционной привлекательности  
акций российских кредитных организаций**

Наименование эмитента	Значение комплексного показателя ( $A_N$ )	Рейтинг инвестиционной привлекательности
ОАО «Банк «ВТБ»	0,712608	1
ОАО «Росбанк»	0,579552	2
ОАО «Сбербанк России»	0,555075	3
ОАО «ТрансКредитБанк»	0,503369	4
ОАО «Банк Санкт-Петербург»	0,438252	5
ОАО «Дальневосточный банк»	0,424702	6
ОАО «Банк Таврический»	0,423878	7
ОАО «Банк Возрождение»	0,417897	8
ОАО «Банк Москвы»	0,389661	9

Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что наиболее привлекательными фондовыми инструментами, торгующимися на российских площадках, среди компаний банковского сектора являются акции ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Росбанк», ОАО «Сбербанк России», а наименее привлекательными – акции ОАО «Банк Возрождение», ОАО «Банк Москвы».

Как доказано в диссертации, к преимуществам данной методики относится учет показателей производственно-хозяйственной деятельности эмитента и информации фондового рынка об оцениваемых инструментах. Кроме того, использование метода нечеткой логики позволяет сравнить инвестиционную привлекательность объекта оценки и инструментов-аналогов, а также учесть мнение аналитиков фондового рынка.

**Методика оценки эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка.** В содержательной характеристике авторского подхода к оценке эффективности финансирования инвестиций с использованием инструментов фондового рынка акцентируется внимание на следующих теоретических и методических положениях.

Методики оценки эффективности инвестиций достаточно широко представлены в трудах зарубежных и отечественных экономистов. Однако содержанию эффективности процесса финансирования инвестиций и показателям ее оценки не уделяется должного внимания, что приводит к нерациональному использованию финансовых ресурсов с целью финансирования инвестиций и неадекватному представлению инвесторов о целесообразности вложения временно свободных денежных средств в достаточно привлекательные инвестиционные проекты.

В исследовании эффективность финансирования инвестиций определяется как способность хозяйствующего субъекта привлекать финансовые ресурсы с наименьшими затратами, что влияет на состояние его денежных потоков и оценивается показателями финансовых результатов, структуры и стоимости капитала организации-эмитента (*рис. 2*).



В работе обосновывается положение о том, что при выборе итогового показателя эффективности финансирования инвестиций следует использовать показатели, характеризующие риски финансирования, структуру и стоимость капитала организации, осуществляющей инвестиции, так как они предоставляют возможность идентифицировать различные источники финансирования организации на основе их стоимости и доступности. Кроме того, данный показатель должен учитывать как явные, так скрытые издержки (риски) их привлечения с целью финансирования инвестиций.



Рис. 2. Показатели оценки эффективности финансирования инвестиций.

*Примечание:* ROS – рентабельность продаж, %; ROA – рентабельность активов, %; IRR – внутренняя норма прибыли инвестиций, %; ROCE – рентабельность инвестированного капитала, %; ROE – рентабельность собственного капитала, %; EPS – чистая прибыль на обыкновенную акцию, д.е.; EFL – эффект финансового левериджа, %; ROSF – рентабельность акционерного капитала, %; NOCFPS – чистый денежный поток от основной деятельности на обыкновенную акцию, д.е.; E/D – соотношение собственного и заемного капитала, коэф.; CR – коэффициент текущей ликвидности; TIE – коэффициент покрытия процентных выплат; DYR – ставка дивиденда, %; DPR – коэффициент выплаты дивидендов (дивидендный выход); CDC – стоимость заемного капитала, %; WACC – средневзвешенная стоимость капитала, %; MCC – предельная стоимость капитала, %.

Для определения величины рисков финансирования инвестиций ( $Bo$ ) в диссертации предлагается использовать следующую формулу (2):

$$Bo = R1*V1 + R2*V2 + \dots + Rn*Vn, \quad (2)$$

где  $Bo$  – интегральный показатель рисков финансирования, д.е.;  $Rn$  – стоимостная оценка реализации  $n$ -го риска, д.е.;  $Vn$  – вероятностная оценка реализации  $n$ -го риска, коэф.

В качестве показателя, позволяющего оценить структуру и стоимость капитала организации с учетом неявных издержек ее финансирования, предлагается использовать модифицированный показатель средневзвешенной стоимости капитала ( $WACCm$ ), вложенного инициатором проекта.

Данный показатель ( $WACCm$ ) следует рассчитывать на определенном горизонте инвестирования по формуле (3):

$$WACCm = \int_{j=0}^{J=x} \sum_j \frac{(ri * ci + Boi)}{\sum ci} * 100\% \quad , \quad (3)$$

где  $ci$  – объем финансовых ресурсов из  $i$ -того источника финансирования, д.е.;  $ri$  – номинальная стоимость  $i$ -того источника финансирования, коэф.;  $Boi$  – стоимостная оценка рисков использования финансовых ресурсов из  $i$ -того источника финансирования, д.е.;  $x$  – горизонт планирования, лет.

Итоговый показатель оценки эффективности финансирования инвестиций ( $IE$ , %) можно представить следующим образом (4):

$$IE = WACCm * SQ, \quad (4)$$

где  $SQ$  – доля участия инициатора проекта, коэф.

Экономический смысл данного показателя состоит в том, что он определяет стоимость каждой доли участия инициатора проекта в его финансировании с учетом рисков этого участия и наличия других инвесторов, в том числе кредиторов. Чем ниже  $SQ$ , тем выше эффективность финансирования инвестиций инициатором проекта.

Использование данной методики дает возможность элиминировать неопределенность выбора итогового показателя оценки эффективности финансирования инвестиций из множества показателей, предлагаемых существующими

методиками (рис. 2), а также учесть риски финансирования инвестиций и определить оптимальную структуру и стоимость капитала инициатора проекта.

**Определение зависимостей вариабельности объема финансирования инвестиций и соответствующих мер государственной поддержки.** В диссертации определены основные факторы, негативно влияющие на развитие российского фондового рынка: высокая стоимость заемного капитала, существенный отток капитала за границу, краткосрочный характер финансовых ресурсов. Данный вывод подтверждается следующими аргументами.

Сравнивая ставки рефинансирования Банка России со ставками рефинансирования центральных банков развитых стран, необходимо отметить существенное превышение первых над вторыми. Так, в 2011 г. ставка рефинансирования Банка России была больше ставки Центрального банка Еврозоны в 6,6 раз, ставки ФРС США – в 33 раза, ставки Банка Японии – в 82,5 раза<sup>1</sup>.

В 2010 г. чистый отток капитала из РФ составил 3,5 % объема ее ВВП или 16 % объема осуществленных в 2010 г. инвестиций в основной капитал<sup>2</sup>.

В структуре вкладов населения более 90 % вкладов являются вложениями со сроком возврата до 3 лет, а доля вкладов со сроком до 1 года составляет более трети<sup>3</sup>. При этом заслуживает внимания отсутствие значимой динамики увеличения сроков вложения средств.

Для обоснования возможных мер государственной поддержки инвесторов в диссертации построены регрессионные модели зависимости объемов финансирования инвестиций от изменения уровня процентных ставок (первый фактор) и капитализации фондового рынка (второй фактор).

Как на мировом, так и на российском финансовом рынках, существует обратная зависимость темпов роста инвестиций и стоимости заемных финансовых ресурсов. На основе построения однофакторной регрессионной модели по данным российской экономики в период с 2000 по 2006 г.г., получены парамет-

---

<sup>1</sup> Росбизнесконсалтинг [сайт]. Режим доступа : <http://marketing.rbc.ru>.

<sup>2</sup> Россия в цифрах 2011: Крат. стат. сб. / [под ред. А.Е. Суринова]. – М.: Росстат, 2011. – С. 541.

<sup>3</sup> Там же. – С. 432.

ры регрессионного анализа, используя которые, можно представить следующую зависимость (5):

$$I = 4849562 - 143996,57 r, \quad (5)$$

где  $I$  – объем финансирования инвестиций, млн. руб.;  $r$  – уровень процентной ставки, коэф.

Используя формулу (5), можно определить, что при снижении процентной ставки на 1 п.п, объем инвестиций увеличится на 0,0422 %.

Другим важным фактором роста объема финансирования инвестиций является наличие сильного, развитого фондового рынка, который предполагает стабильный уровень рыночной ликвидности, причем не только инструментов компаний «первого эшелона» («голубых фишек»), но и в эшелонах более низкого порядка.

На основе построения регрессионной модели зависимости объема инвестиций от капитализации фондового рынка в работе получены параметры, которые позволили получить следующую зависимость (6):

$$I = 5146 + 0,08 k, \quad (6)$$

где  $I$  – объем инвестиций, млн. руб.;  $k$  – капитализация фондового рынка, коэф.

На основе формулы (6) можно сделать вывод, что при увеличении капитализации фондового рынка на 1 п.п., объем инвестиций увеличится на 0,648 %.

Результаты построения регрессионных моделей дают возможность утверждать, что влияние капитализации фондового рынка на рост инвестиций более существенно, нежели влияние изменения уровня процентных ставок. Следовательно, среди мер государственной поддержки, направленных на стимулирование инвестиций, приоритет должен отдаваться мерам по наращиванию капитализации фондового рынка, в качестве которых можно выделить три основных направления: улучшение инвестиционного климата в стране; повышение финансовой грамотности населения; содействие развитию фондового рынка и его инструментов. В рамках последнего направления обосновываются следующие меры: субсидирование процентных ставок по банковским кредитам и/или

процентов по облигационным займам; установление льготных ставок налогообложения доходов по корпоративным ценным бумагам; направление на фондовый рынок средств государственных и негосударственных внебюджетных фондов; прямой выкуп государством корпоративных ценных бумаг на фондовом рынке; предоставление государственных гарантий исполнения обязательств по корпоративным ценным бумагам; предоставление обеспечения по долговым ценным бумагам в виде залога объектов государственной собственности.

Реализация представленных в диссертации выводов и предложений по совершенствованию процесса финансирования инвестиций будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка, повышению эффективности механизма трансформации сбережений в инвестиции и, следовательно, притоку отечественного и иностранного капитала в российскую экономику.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

*Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых*

*ВАК Минобрнауки России:*

1. Карев, И.В. Особенности финансирования инвестиций в условиях кризиса российской экономики / И.В. Карев // Экономика образования (Костромской государственный университет им. Н.А. Некрасова) – 2008. – № 3 (2). – С. 74–76 (0,2 п.л.).

2. Карев, И.В. Об источниках инвестиционных ресурсов в экономике / И.В. Карев // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2010. – № 2. – С. 216–220 (0,5 п.л.).

3. Карев, И.В. Финансирование инвестиций с использованием инструментов фондового рынка / И.В. Карев // Экономика образования (Костромской государственный университет им. Н.А. Некрасова). – 2011. – № 3. – С. 245–251 (0,9 п.л.).

*Научные публикации в других изданиях:*

4. Карев, И.В. Потребительское кредитование в России / И.В. Карев // Финансово-кредитные отношения и механизм их реализации: сб. статей региональной научно-практической конференции. – Воронеж: ВГУ, 2005. – С. 142–144 (0,2 п.л.).

5. Карев, И.В. Оценка инвестиционной привлекательности финансовых активов / И.В. Карев // Актуальные проблемы экономики России: поиск путей решения : тезисы докладов IX Всероссийской студенческой научной конференции. – Воронеж, 2006. – С. 77 (0,1 п.л.).

6. Карев, И.В. Применение метода нечеткой логики для оценки инвестиционной привлекательности финансовых активов / И.В. Карев // Актуальные проблемы экономики России: поиск путей решения : тезисы докладов IX всероссийской научно-практической конференции. – Воронеж, 2006. – С. 27 (0,1 п.л.).

7. Карев, И.В. Теоретические аспекты применения прогнозирования фондовых индексов в целях управления портфелем ценных бумаг / И.В. Карев, Е.Ф. Сысоева // Совершенствование финансово-кредитных отношений в трансформируемой экономике России: сб. статей всероссийской научно-практической конференции. – Воронеж, 2007. – С. 34–38 (0,5/0,25 п.л.).

8. Карев, И.В. Применение гибридных сетей при прогнозировании движения индексов фондового рынка / И.В. Карев, Е.Ф. Сысоева // Совершенствование финансово-кредитных отношений: сб. статей международной научно-практической конференции. – Воронеж, ВГУ, 2008. – С. 73–76 (0,25/0,125 п.л.).

9. Карев, И.В. Теоретические аспекты управления портфелем ценных бумаг / И.В. Карев // Актуальные проблемы экономики и управления : теория и практика : тезисы докладов I Международной студенческой научно-практической конференции : в 3 т. – Воронеж : Издательско-полиграфический центр Воронежского государственного университета. 2008. – Т.2. – С. 19 (0,1 п.л.).

10. Карев, И.В. Финансирование инвестиций в современной экономике России / И.В. Карев // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России : материалы международной научно-практической конференции. – Воронеж, ВГПУ, 2008. – С. 132–134. (0,25 п.л.).

11. Карев, И.В. Портфельные инвестиции как инструмент финансирования расширенного воспроизводства / И.В. Карев // Электронный бизнес: проблемы, развитие и перспективы : материалы VIII Всероссийской научно-практической конференции. – Воронеж, 2009. – С. 154–158 (0,27 п.л.).

12. Карев, И.В. Влияние развития фондового рынка на инвестиционную деятельность в современной экономике России / И.В. Карев // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России: сб. статей международной научно-практической конференции. – Воронеж : Научная книга, 2010. – С. 32–38 (0,5 п.л.).

13. Карев, И.В. Портфельные инвестиции как инструмент финансирования инновационной экономики / И.В. Карев, Е.Ф. Сысоева // Инновационная экономика: опыт развитых стран и уроки для России: сб. статей международной научно-практической конференции. – С.-Пб., 2010. – С. 354–356 (0,2/0,1 п.л.).

14. Карев, И.В. Об оценке инвестиционной привлекательности активов на фондовом рынке в современной экономике России / И.В. Карев // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы Рос-

сии: сб. статей научно-практической конференции. – Воронеж : ИПЦ «Научная книга». – Воронеж, 2011. – С. 42–45 (0,25 п.л.).

15. Карев, И.В. Институт фондового рынка в пространстве институциональной недостаточности и институциональной избыточности в экономике России / И.В. Карев, Е.М. Скаржинская, В.В. Чекмарев // Экономические институты современной России: материалы III международной научной конференции памяти М.И. Скаржинского. – Кострома : КГУ им. Н.А. Некрасова, 2011. – С. 279–287 (0,4/0,7 п.л.).

16. Карев, И.В. Оценка инвестиционной привлекательности инструментов фондового рынка / И.В. Карев // Динамика макроэкономических показателей РФ и их влияние на экономический рост : сб. статей всероссийской научно-практической конференции. – Воронеж: ВГУ, 2011. – С. 86–92 (0,5 п.л.).

Подписано в печать 26.04 2012 г. Формат 60 × 84/16.  
Бумага офсетная. Гарнитура Times. Усл. печ. л. 1,5.  
Тираж 130 экз. Заказ 1134.

Волгоградское научное издательство  
400011, Волгоград, ул. Электrolесовская, 55.